Maalot
S&P Global Ratings

# ג'נריישן קפיטל בע"מ

.....

**4 בינואר 2023**

**אנליסט אשראי ראשי:**

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com

**איש קשר נוסף:**

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

## תוכן עניינים

תמצית ..... 3
תחזית הדירוג ..... 4
התרחיש השלילי ..... 4
התרחיש החיובי ..... 4
תרחיש הבסיס ..... 4
הנחות עיקריות ..... 4
יחסים עיקריים ..... 5
תיאור החברה ..... 5
הפרופיל העסקי ..... 5
הפרופיל הפיננסי ..... 6
נזילות ..... 8
חלויות חוב ..... 8
ניתוח התניות ..... 8
התאמות לדירוג ..... 8
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי ..... 9
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי ..... 9
ניתוח שיקום חוב ..... 9
שיקולים עיקריים ..... 9
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי ..... 9
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון ..... 10

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....10
רשימת דירוגים .....11

# ג'נריישן קפיטל בע"מ

| אשרור דירוג המנפיק | ilA/Stable |
|---|---|

**תמצית**

| חוזקות עיקריות | סיכונים עיקריים |
|---|---|
| • פיזור ענפי גבוה של תיק הנכסים.<br>• מדיניות פיננסית התומכת בצפי לשמירה על מרווח הולם משיעור LTV של 50%.<br>• צפי לשמירה על יחס כיסוי דיבידנדים להוצאות גבוה מ-0.7x בטווח הקצר-בינוני.<br>• השקעות בתחומים עם ביקוש יציב ומתאם נמוך עם התנאים המאקרו כלכליים. | • היקף ושיעור נמוך של נכסים הרשומים למסחר.<br>• תלות בשלושה נכסים עיקריים המהווים כ-65% מתיק הנכסים.<br>• חשיפה לחברות בנות דרך הלוואות בעלים, ערבויות ושעבודים, המגבילה את הגמישות הפיננסית.<br>• איכות אשראי ממוצעת נמוכה יחסית של תיק הנכסים. |

**ב-3 בינואר 2023 הסתכם שווי תיק ההשקעות של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("ג'נריישן קפיטל" או "החברה") בכ-3.1 מיליארד ₪, לעומת כ-2.5 מיליארד ₪ ב-30 בדצמבר 2021.** העלייה בשווי נובעת בעיקר מהשקעות נטו (לאחר מימושים) בהיקף של כחצי מיליארד ₪ שהחברה ביצעה בשנת 2022 ומעלייה נטו של כ- 185 מיליון ₪ בשווי ההשקעות (בניכוי דיבידנדים והחזרי הלוואות שהתקבלו ובהתחשב בירידה חדה של כ-65% בשווי מניית סולגרין השנה). בנוסף, בנובמבר 2022 חתמה החברה על הסכם לרכישת אחזקות השותף ברפק אנרגיה (50%) ולעליה לשליטה תמורת כ-383 מיליון ₪ (לא כולל החזקות ב-MRC וריינדיר שיוחלקו כדיבידנד בעין). השקעות אלה תומכות בהערכת פרופיל הסיכון העסקי, עם המשך הגידול בשווי תיק הנכסים ובמספר ההחזקות וחיזוק הפיזור הענפי. מנגד, הגידול בהשקעות נרשם בעיקר בחברות עם איכות אשראי נמוכה יחסית, להערכתנו, ובהחזקות לא סחירות, ולכן מגביל את הערכת הפרופיל העסקי.

**בשנת 2022 השלימה ג'נריישן קפיטל הכנסת משקיעים לחברת בון תור ולחברת GES בשווי גבוה מהספרים.** ביוני 2022 הושלמה השקעה של כ-199 מיליון ₪ של חברות מקבוצת מגדל בחברת GES תמורת הקצאת מניות בשיעור של 19.99%. בספטמבר 2022 הושלמה מכירת 27% מחברת בון תור ללאומי פרטנרס בע"מ ולמשקיעים נוספים תמורת כ-190 מיליון ₪. אנו סבורים כי הכנסת משקיעים פיננסיים לחברות בתיק הנכסים בשווי הגבוה מהספרים תומכת בהערכת השווי של ההחזקות הלא סחירות וביכולת החברה להשביח החזקות, ומהווה אינדיקציה לביקוש מצד משקיעים מוסדיים להשקעות בתחומים אלו (וכפועל יוצא ליכולת החברה לממש חלק מהחזקותיה).

**החברה הציגה עלייה במינוף, כמתבטא בשיעור LTV (loan to value) של כ-39% לעומת כ-32% אשתקד.** זאת כתוצאה ממימוש האסטרטגיה העסקית של החברה להמשך הגדלת תיק הנכסים תוך ביצוע השקעות חדשות, ובהתאם למדיניות הפיננסית הסדורה של החברה לשמירה על מינוף של עד 45% לאורך זמן. בין היתר, חוב החברה גדל בעקבות הנפקות אג"ח בפברואר וביולי 2022 בהיקף כולל של כ-893 מיליון ₪. התשואות הנוכחיות של איגרות החוב, יחד עם עלייה של כ-10% בשווי מניית החברה בשנת 2022, לעומת ירידה של כ-12% במדד ת"א 125, תומכות בהערכתנו לנגישות החברה לשוק ההון.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה על מינוף נמוך מ-50%, ללא שינוי מהותי במאפייני התיק, כגון איכות האשראי הממוצעת של תיק הנכסים, שיעור ההחזקות הסחירות והריכוזיות. הערכה זו נשענת על הצפי כי השקעות נוספות יבוצעו בחברות עם מאפיינים דומים לתיק הקיים, בהתבסס על האסטרטגיה העסקית והמדיניות הפיננסית של החברה.

**התרחיש השלילי**

נשקול פעולת דירוג שלילית אם שיעור ה-LTV של החברה יהיה גבוה מ-55% לאורך זמן ללא שיפור בהערכת איכות האשראי הממוצעת של תיק הנכסים, או אם תחול התדרדרות משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות בתיק הנכסים, שתשפיע לשלילה על שווי התיק ועל קבלת תזרימים מהחברות. שינוי לרעה בהערכת פרופיל הנזילות של החברה עשוי גם הוא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

**התרחיש החיובי**

פעולת דירוג חיובית מותנית בהגדלה משמעותית של תיק הנכסים ובשיפור איכות האשראי הממוצעת של ההחזקות, תוך הגדלת שיעור הנכסים הסחירים בתיק והקטנת תלות בנכסים עיקריים. זאת תוך שמירה לאורך זמן על מינוף, כהגדרתנו, נמוך מ-40%, על יחס כיסוי גבוה מ-0.7x ועל נזילות הולמת לפחות.

## תרחיש הבסיס

**הנחות עיקריות**

- צמיחה של כ-2% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-3.5% ושיעור אבטלה של כ-4% ב-2023.
- קבלת דיבידנדים, דמי ניהול והכנסות ריבית בהיקף כולל של 80-90 מיליון ₪ בשנה.
- הוצאות הנהלה וכלליות בהיקף של 50-60 מיליון ₪ בשנה.
- הוצאות ריבית של כ-16 מיליון ₪ בשנה.
- השלמת רכישת השותף ברפק אנרגיה בשנת 2023.
- חלוקת דיבידנדים והשקעות נוספות תוך שמירה על המדיניות המוצהרת של החברה.

**יחסים עיקריים**

| יחס פיננסי | 2021A | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| יחס כיסוי* | 1.9x | 1.3x-1.2x | 1.2x-1x |
| יחס חוב נטו לשווי התיק (LTV) | 32% | כ-40% | 50%-40% |

*יחס כיסוי= (תקבולי דיבידנד + דמי ניהול + הכנסות ריבית)/ (הוצאות ריבית + מיסים+ הוצאות הנהלה וכלליות).
A-בפועל. E-צפוי.

## תיאור החברה

ג'נריישן קפיטל בע"מ היא חברת החזקות ציבורית הפועלת בעיקר בתחום התשתיות והאנרגיה דרך החזקה בחברות, פרטיות ברובן, הפועלות בתחומים שונים: מים, שפכים וסביבה (החזקה של 80% ב- GES), תחנות כוח (החזקה של 50% ברפק אנרגיה בע"מ), רכבות בבריטניה (החזקה לא ישירה של 10% בפורטרברוק), תחבורה (החזקה של 73% בחברת ההסעות בון תור בע"מ המחזיקה ב-100% בחברה הנכדה מטרופולין תחבורה ציבורית בע"מ), חלוקת גז טבעי (החזקה של כ-33% בשני זכייני חלוקה ובקבלן הקמה), אנרגיה מתחדשת (החזקה של 57.5% בסולגרין בע"מ ושל 25.5% בפי אס פי השקעות בע"מ), לוגיסטיקה (החזקה של 50% בפרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים בע"מ).

ג'נריישן קפיטל בע"מ הוקמה במאי 2018 כחברה פרטית ובמרץ 2019 הפכה לציבורית והחלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כיום רק כ-1% ממניות החברה מוחזקות בידי בעלי עניין, וביניהם שניים ממייסדיה, מר יוסף זינגר המכהן כיו"ר הדירקטוריון ומר ארז בלשה המכהן כמנכ"ל החברה. שאר המניות מוחזקות בידי משקיעים מוסדיים (כ-38%) והציבור (כ-61%).

## הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של החברה נתמך בפיזור ענפי חזק של תיק הנכסים, עם פעילות במגוון תחומים כגון מים, שפכים וסביבה, אנרגיה מתחדשת וקונבציונלית, תחבורה, גז ולוגיסטיקה, בעלייה עקבית בשווי התיק ובהיעדר תלות משמעותית בנכס בודד (הנכס הגדול ביותר בתיק נותר ההחזקה בחברת GES המהווה כ-25% משווי תיק הנכסים). כמו כן הערכתנו משקפת את תמהיל התיק הכולל בעיקר השקעות בתחומי התשתית והאנרגיה, שמאופיינים להערכתנו בביקוש יציב יחסית ובמתאם נמוך עם התנאים המאקרו כלכליים ולכן תומכים בדירוג.

השווי הנוכחי של תיק הנכסים גדל משמעותית מאז הקמת החברה בהתאם לאסטרטגית הצמיחה שלה: בדצמבר 2022 שווי התיק הוא כ-3.1 מיליארד ₪, לעומת כ-2.5 מיליארד ₪ בדצמבר 2021 וכ-1.4 מיליארד ₪ בדצמבר 2020. בין היתר, בשנה החולפת השלימה החברה רכישת 25.5% מחברת פי אס פי השקעות

הפועלת בתחום האנרגיה (החזקה במתקן אגירה שאובה במעלה גלבוע) תמורת כ- 113 מיליון ₪ נטו (לאחר מימון ללא זכות חזרה ברמת שותפות), רכישת 17% מחברת גרין-ווי הפולנית הפועלת בתחום עמדות הטעינה לרכבים חשמליים תמורת כ-27 מיליון ₪, השקעה נוספת של כ-140 מיליון ₪ ב-GES (והקצאת כ-19.99% ממניות GES למשקיע תמורת השקעה של כ-171 מיליון ₪), עלייה לשליטה בעקבות רכישת השותף תוך הגדלת שיעור האחזקה בבון-תור ל-73% (לאחר מכירת 27% למשקיעים) והשקעה של כ-28 מיליון ₪ בסולגרין. בנוסף, בנובמבר 2022 חתמה החברה על הסכם לרכישת אחזקות השותף ברפק אנרגיה (50%) ועלייה לבעלות מלאה תמורת כ-383 מיליון ₪ (לא כולל אחזקות ב- MRC וריינדיר שיוחלקו כדיבידנד בעין). חלק מהחברות המוחזקות המשיכו לבצע השקעות וזכו במכרזים, שצפויים לתמוך בהמשך הגידול בפעילות שלהן. בין היתר, GES השלימה במאי 2022 רכישה של 75% ממניות ק.מ.מ מפעלי מחזור בע"מ, הפועלת בתחום המחזור ואיכות הסביבה, תמורת כ-200 מיליון ₪, ובאוגוסט 2022 השלימה GES עסקה לרכישת 50% מהזכיין של מתקן התפלה באשדוד שהזרמת ההון של כ-100 מיליון ₪ מומנה על ידי הלוואת בעלים מג'נריישן קפיטל (לאחר מימון ברמת השותפות ומימון פרויקטאלי ללא זכות חזרה). בנוסף, בון-תור זכתה במכרז להפעלת אשכול אונו אלעד במרץ 2022 ובמכרז אשכול השרון בדצמבר 2022, הצפויים לייצר הכנסות בהיקף שנתי של כ-300 מיליון ₪ וכ-570 מיליון ₪, בהתאמה. ההשקעות תומכות בהערכת פרופיל הסיכון העסקי, עם המשך העלייה בשווי תיק הנכסים ובהיקפי הפעילות, ולאור הגידול במספר ההחזקות יחד עם חיזוק הפיזור הענפי.

מנגד, הגידול בתיק ההשקעות נרשם בעיקר בחברות עם איכות אשראי נמוכה יחסית, להערכתנו, והיום אנו מעריכים את איכות האשראי הממוצעת של התיק כנמוכה. כמו כן, ההשקעות היו בעיקר בהחזקות לא סחירות ולמעשה כל נכסי החברה הן חברות פרטיות למעט ההחזקה בחברת סולגרין (שמהווה כיום רק 5% משווי התיק לעומת כ- 16% אשתקד) ולכן מגבילים את הערכתנו של הפרופיל העסקי. יש לציין כי שווי תיק הנכסים הושפע לשלילה מהירידה המשמעותית של כ-65% השנה בשווי מנית סולגרין, בין היתר על רקע ביצועים תפעולים חלשים בעיקר בארה"ב. פרופיל הסיכון מושפע לשלילה גם מריכוזיות גבוהה של הפעילות בישראל ומריכוזיות גבוהה יחסית בשלושה נכסים עיקריים המהווים כ-66% משווי התיק.

## הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי נתמך בין היתר בעובדה כי לחברה מדיניות פיננסית סדורה לשמירה על שיעור LTV של עד 45% לאורך זמן (לא כולל ערבויות). בשנה החולפת חלה עלייה מתונה בשיעור ה-LTV המתואם (כולל ערבויות) לכ-39% (בהשוואה לכ-32% אשתקד), בעיקר בשל המשך ביצוע השקעות נטו בהיקף של כחצי מיליארד ₪, בקיזוז שינוי נטו של כ- 185 מיליון ₪ בשווי הוגן של ההשקעות. אנו מעריכים כי, בהתאם לתוכניות החברה להשקעות נוספות, בין היתר רכישת חלק השותף ברפק אנרגיה, מינוף החברה עשוי לעלות בשנה הקרובה, תוך שמירה על מרווח מספק מ-50% לאורך זמן ובהתאם למדיניות הפיננסית של החברה.

בשנת 2022 החברה צפויה להציג שיפור ביחס הכיסוי (תקבולי דיבידנד + דמי ניהול + הכנסות ריבית)/ (הוצאות ריבית + מיסים+ הוצאות הנהלה וכלליות), שיעמוד על כ-1.2x. להערכתנו, היחס צפוי להיוותר גבוה מ-1x בשנת 2023, בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו לגבי דיבידנדים שיתקבלו והוצאות צפויות. יצוין כי השקעות החברה בחברות בנות נעשות באמצעות השקעות הוניות ו/או הלוואות בעלים, על פי פרקטיקה מקובלת בענף התשתיות ובהתאם למכרזים שעל פיהן פועלות חברות הבנות. לפיכך, התזרימים שמקבלת החברה מהחברות הבנות כוללים, בנוסף לדיבידנדים ודמי ניהול, גם החזר הלוואות בעלים לפי הסכמים חוזיים והסכמות של גורמים מממנים, שאינם חלק מיחס הכיסוי בהתאם למתודולוגיה שלנו. עם זאת, אופי הפעילות והמימון של חלק מהחברות בתיק הנכסים תומכים בדירוג בשל הצפי לקבלת תזרימים קבועים ויציבים, בזכות חוזים ארוכי טווח (45% מההתקשרויות הן לתקופה של יותר מעשר שנים) ויציבים (מעל 85% מההתקשרויות הן עם המדינה ו/או ללא חשיפה משמעותית לשינוי בביקוש).

פרופיל הסיכון הפיננסי מושפע לשלילה מהערכתנו לגמישות פיננסית מוגבלת הנובעת מהחזקה בנכסים שאינם רשומים למסחר. אולם הערכתנו לנגישות הולמת לשוק המימון המוסדי (מכיוון שהחברה פועלת בחלק מהחזקותיה באמצעות השקעות משותפות עם מוסדות פיננסיים ומוחזקת בחלקה בידי משקיעים מוסדיים), והאינדיקציות לביקוש מצד משקיעים מוסדיים להשקעות בתחומים אלו, ממתנים חלקית סיכון זה.

פרופיל הסיכון הפיננסי מושפע לשלילה גם מחשיפת החברה לאיכות האשראי של חברות שההשקעה בהן נעשית באמצעות הלוואות, ומערבויות שהחברה סיפקה לחלק מהאשראי של החברות המוחזקות.

**Generation Capital Ltd. – Portfolio (book value as of Sep 30, 2022) ***

| Holding | Stake (%) | Listed/ Private | Value for LTV (Mil NIS) | % of the Portfolio |
|---|---|---|---|---|
| **GES Global Environnemental Solutions Ltd** | 80.0% | Private | 879 | 28% |
| **Rapac Energy Ltd** | 50.0% | Private | 612 | 20% |
| **Porterbrook** | 10.0% | Private | 558 | 18% |
| **Bon Tour Ltd** | 73.0% | Private | 511 | 16% |
| **Gaz Operation** | 33.3% | Private | 173 | 6% |
| **Solegreen Ltd** | 57.5% | Listed | 152 | 5% |
| **PSP Investments Ltd** | 25.5% | Private | 115 | 4% |
| **Fridenson-Generation Logistic Centers Ltd** | 50.0% | Private | 79 | 3% |
| **Greenway Holdings SA** | 17.0% | Private | 28 | 1% |
| **Total** | | | 3,107 | 100% |

*אנו מחשבים את שווי תיק הנכסים של החברה לפי שווי השוק של הנכס הסחיר (חברת סולגרין בע"מ) נכון ל-3 בינואר 2022 והשווי המדווח בספרים של ההחזקות הלא סחירות.

## נזילות

אנו רואים את רמת הנזילות של ג'נריישן קפיטל כהולמת. אנו צופים כי היחס בין מקורות החברה לבין השימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2022. אנו מעריכים כי החברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 15% בהכנסות מדיבידנדים, מדמי ניהול ומהחזר הלוואות בעלים. בחישוב המקורות הזמינים הבאנו בחשבון מסגרות אשראי לא מנוצלות ומובטחות שניתן לנצלן לתקופה העולה על 12 חודשים, ולהבנתנו לחברה מדיניות לשמירה לאורך זמן על מסגרות לא מנוצלות חתומות לתקופה של מעל שנה. הערכת הנזילות נתמכת בגמישות פיננסית בזכות החזקות לא משועבדות בשווי של כ-1.7 מיליארד ₪ נכון להיום.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2022, על פי תרחיש הבסיס שלנו:

| מקורות עיקריים | שימושים עיקריים |
|---|---|
| • מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של 351 מיליון ₪.<br>• תקבולי דיבידנד, דמי ניהול והחזרי הלוואות בהיקף של לפחות 135 מיליון ₪.<br>• מסגרות אשראי לא מנוצלות חתומות בהיקף של כ-229 מיליון ₪. | • חלויות שוטפות אג"ח בסך של כ-79 מיליון ₪.<br>• הוצאות הנהלה וכלליות, ריבית ומיסים במזומן בסך של כ-72 מיליון ₪.<br>• רכישות (רפק אנרגיה) בסך של כ-383 מיליון ₪.<br>• דיבידנד שהוכרז בסך של 55 מיליון ₪. |

**חלויות חוב**

| שנה | 1/10/2022-30/9/2023 | 1/10/2023-30/9/2024 | 1/10/2024-30/9/2025 | 1/10/2025-30/9/2026 | 1/10/2026 ואילך |
|---|---|---|---|---|---|
| חלויות (מיליון ₪) | 93.3 | 173.0 | 170.8 | 170.9 | 1024 |

## ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות בגין מסגרות אשראי בבנקים ואיגרות חוב. להבנתנו, נכון ל-30 בספטמבר 2022 החברה שומרת על מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם (יותר מ-15%) על כל התניותיה בטווח הקרוב.

## התאמות לדירוג

נזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: חיובי

## גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

### אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של חברת ג'נריישן קפיטל בע"מ.

| אינדיקטור ESG | E-2 | S-2 | G-2 |
|---|---|---|---|
| גורם ESG | לא רלוונטי | לא רלוונטי | לא רלוונטי |

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי ושקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכתנו לגבי ההשפעה של גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי על ניתוח דירוג האשראי שלנו. אינדיקטורי ESG אינם בבחינת דירוג אשראי, דירוג קיימות או הערכת ESG. מידת ההשפעה של גורמים אלה מבוטאת בסולם של 1 עד 5, כאשר 1 = השפעה חיובית, 2 = היעדר השפעה, 3 = השפעה שלילית מתונה, 4 = השפעה שלילית, ו-5 = השפעה שלילית מאד. למידע נוסף ראו אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי – הגדרות ויישום, מ-13 באוקטובר 2021.

## ניתוח שיקום חוב

### שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של ג'נריישן קפיטל בע"מ (סדרות ב' ו-ג'). דירוג שיקום החוב לסדרות הוא '2' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 70%-90% על אף המוצג במפל התשלומים, בשל הערכתנו כי במסלול ההתדרדרות, החברה תחליף חוב לא מובטח בחוב מובטח או בכיר.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהחזקה במניות של חברות מתחומי פעילות שונים שהמתאם ביניהם נמוך.

### הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- תחול שחיקה מהותית בשווי ובסחירות ההחזקות, בין היתר בשל מיתון כלכלי עמוק, שיתבטא בין היתר בהתדרדרות בענפי הפעילות ובהגדלת הלחץ התחרותי, בד בבד עם האטה משמעותית בהשקעות הממשלות בתשתיות.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- הנושים יפעלו לממש את ההחזקות בחברות הבנות או חלק מהן, הערכה הנתמכת בסינרגיה נמוכה בין נכסי הבסיס ויכולת פוטנציאלית לממש את ההחזקות בחלק מהן מבלי לוותר על גרעין השליטה.
- במסלול ההתדרדרות לכשל הפירעון, החברה תמחזר את חובה ותנצל את כל מסגרות האשראי העומדות לרשותה.

- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV של החברה על כ-45% (בהתאם להתניה הפיננסית בשטר האג"ח) בשל ירידה בשווי של החברות המוחזקות. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-35% בשל הצורך במימוש מהיר.

**מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון**

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-2.5 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-2.4 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח (לא מדורג): כ- 0.3 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב אג"ח א' (לא מדורג) ואג"ח ב' ו-ג' (מדורג לא מובטח): 2.1 מיליארד ₪
- סך חוב אג"ח א' (לא מדורג) ואג"ח ב' ו-ג' (מדורג לא מובטח): כ-1.6 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג (אג"ח ב' ו-ג'): 70%-90% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- דירוג שיקום חוב לחוב מדורג לא מובטח (אג"ח ב' ו-ג') (1 עד 6): 2

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

**השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק**

| הערכת שיקום חוב באחוזים | תיאור | ציון הערכת שיקום חוב | דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק |
|---|---|---|---|
| 100% | צפי להחזר מלא | 1+ | 3+ נוצ'ים |
| 100%-90% | שיקום חוב גבוה מאד | 1 | 2+ נוצ'ים |
| 90%-70% | שיקום חוב גבוה | 2 | 1+ נוץ' |
| 70%-50% | שיקום חוב משמעותי | 3 | 0 נוצ'ים |
| 50%-30% | שיקום חוב ממוצע | 4 | 0 נוצ'ים |
| 30%-10% | שיקום חוב צנוע | 5 | 1- נוץ' |
| 10%-0% | שיקום חוב זניח | 6 | 2- נוצ'ים |

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, 1 בדצמבר, 2015

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

## רשימת דירוגים

| ג'נריישן קפיטל בעמ | דירוג | תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה | תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג |
|---|---|---|---|
| **דירוג(י) המנפיק** | | | |
| טווח ארוך | ilA\Stable | 30/12/2020 | 09/01/2022 |
| **דירוג(י) הנפקה** | | | |
| חוב בכיר בלתי מובטח | | | |
| סדרה ב | ilA+ | 13/05/2021 | 09/01/2022 |
| סדרה ג | ilA+ | 17/01/2022 | 17/01/2022 |
| **היסטוריית דירוג המנפיק** | | | |
| טווח ארוך | | | |
| דצמבר 30, 2020 | ilA\Stable | | |
| **פרטים נוספים** | | | |
| זמן בו התרחש האירוע | 09:32 04/01/2023 | | |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 09:32 04/01/2023 | | |
| יוזם הדירוג | החברה המדורגת | | |

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.